

Д. Г. Хохич

кандидат економічних наук, доцент, доцент
кафедри економічної теорії Київського
національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана, Київ, Україна,
khokhych.dmytro@kneu.edu.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-3787-939X>

Г. П. Бортніков

кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник,
докторант НДФІ ДННУ "Академія фінансового
управління", Київ, Україна,
gbgood@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД РЕФОРМУВАННЯ МОНЕТАРНИХ РЕЖИМІВ¹

Анотація. *Вступ.* Досліджено два основні монетарні режими в процесі проведення монетарної реформи центральних банків: режим, базований на цілях, і режим, що ґрунтується на правилах. Найпоширенішим правилом монетарної політики є таргетування інфляції. Застосування ключової ставки як інструменту монетарної політики здатне забезпечити стабільність цін та економічного зростання.

Проблематика. Використовуючи правило процентної ставки таргетування інфляції, центральний банк має певні переваги над цільовими змінними. Якщо переваги неочікувано змінюються, вони не враховуються економічними агентами так швидко та діють як екзогенний шок для економіки. Це дає змогу центробанку перевіряти свою політику на відповідність правилу, котре є потенційно стійким у багатьох випадках макроекономічних моделей.

Мета – оцінка реформ монетарних режимів Резервного банку Нової Зеландії та Федеральної резервної системи, в основу яких покладено законодавчо закріплені правила та інструменти монетарної політики, що дає змогу центробанку ефективно ухвалювати монетарні рішення для досягнення цінової стабільності та стійкої зайнятості.

Методи. За допомогою правила Тейлора перевірено гіпотезу про наявність зв'язку між цільовим показником інфляції та змінними параметрами функції Тейлора, що включають розрив між ВВП та потенційним ВВП, а також визначення облікової (ключової) ставки на основі кількісних параметрів цільової функції. Це підтверджує доцільність застосування правила Тейлора при здійсненні режиму інфляційного таргетування.

Результати. Реформування монетарних режимів мало на меті прояснити політичну відповідальність центральних банків, посилити їхню незалежність у прийнятті рішень, що стосуються цілей монетарної політики. Реформи повинні були сприяти підвищенню рівня прозорості шляхом поліпшення ефективності комунікативної політики, що полягала у передачі політичних рішень від центробанку до громадськості та сигналізувала про майбутні політичні наміри. Загалом відповідальність у режимі таргетування інфляції посилюється публічним характером взятих зобов'язань щодо оголошеної цілі й вимог, котрі висувуються центральним банком стосовно її реалізації. Досягнення цілі стає показником ефективної діяльності центрального банку.

¹ Матеріали до статті підготовлені Г. П. Бортніковим у рамках проекту, що виконується за грантової підтримки Національного фонду досліджень України (реєстраційний номер: 2020.01/0546).

Висновки. Багато елементів, котрі вперше були застосовані в Новій Зеландії та США (громадська прихильність до цільового рівня інфляції, високий рівень прозорості та підзвітності) сьогодні вважаються найкращими методами монетарної політики. Оприлюднення цілей публічно сприяє покращанню підзвітності, особливо якщо перед центробанком поставлено єдину мету політики – цінову стабільність або ціль на інфляцію. У протилежному випадку широка незалежність в ухваленні рішень може зробити центробанк менш підзвітним, а тому вона має чітко корелювати з цілями, а не з вибором інструментів, що є найкращою стратегією реформування центрального банку.

Ключові слова: монетарний режим, правило Тейлора, ключова ставка, інфляційне таргетування, монетарна політика, центральний банк, стабільність цін.

Форм. 3. Табл. 1. Літ. 39.

Dmytro Khokhych

Ph.D. (Economics), Associate Professor, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine, khokhych.dmytro@kneu.edu.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-3787-939X>

Gennadiy Bortnikov

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, gbgood@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

**INTERNATIONAL EXPERIENCE
IN REFORMING MONETARY REGIMES**

Abstract. Introduction. The article studies two main monetary regimes in the process of monetary reform of central banks: a target-based regime and a rule-based regime. Inflation targeting is the most common rule of monetary policy. Using the key rate as a monetary policy tool can ensure price stability and economic growth.

Problem Statement. Using the interest rate rule of inflation targeting, the central bank has certain advantages over the target variables. If preferences change unexpectedly, they are not taken into account by economic agents as quickly and act as an exogenous shock to the economy. This allows the central bank to test its policy against a rule that is potentially persistent in many cases of macroeconomic models.

The *purpose* is to evaluate the reforms of the monetary regimes of the Reserve Bank of New Zealand and the Federal Reserve System, which are based on legally established rules and instruments of monetary policy, which enables the central bank to make effective monetary decisions to achieve price stability and sustainable employment.

Methods. The Taylor rule was used to test the hypothesis that there is a relationship between the inflation target and the variables of the Taylor function, including the gap between GDP and potential GDP, as well as the determination of the key rate based on the quantitative parameters of the target function. This confirms the expediency of applying the Taylor rule when implementing the inflation targeting regime.

Results. Reforms of monetary regimes were aimed at clarifying the political responsibility of central banks, strengthening their independence in making decisions related to monetary policy objectives. The reforms were supposed to contribute to increasing the level of transparency by improving the effectiveness of the communication policy, which consisted in transmitting policy decisions from the central bank to the public and signaling future political intentions. In general, the responsibility in the inflation targeting regime is enhanced by the public nature of the assumed obligations related to the announced goal and the requirements put forward by the central bank regarding its implementation. Achieving the goal becomes an indicator of the central bank's effective activity.

Conclusions. Many of the aspects that were introduced in New Zealand and the US – the public commitment to an inflation target, high levels of transparency and accountability – are now considered the best practice in monetary policy. Making targets public promotes accountability, especially if the central bank has a single policy objective –

price stability or an inflation target. Otherwise, broad independence in decision-making may make the central bank less accountable, and therefore independence should be clearly linked to the objectives rather than the choice of instruments, which is the best strategy for central bank reform.

Keywords: monetary regime, Taylor rule, key rate, inflation targeting, monetary policy, central bank, price

JEL classification: E50, G21.

Вступ. Монетарна політика є інструментом забезпечення довгострокового економічного зростання. При цьому центральний банк повинен або суворо дотримуватися певного інструменту політики згідно з встановленими законодавчими правилами про інструменти, або приймати рішення відповідно до дискреційних повноважень. На думку Ф. Кідланда та Е. Прескотта [1], мейнстрим в економічній теорії наголошує на правилах. Хоч обидва режими монетарної політики мають переваги та недоліки, основна риса правил монетарної політики полягає в тому, що вони можуть бути включені до процесу моделювання раціональних очікувань економічних агентів. Подібний аналіз зменшує помилки в процесі прийняття економічних рішень щодо інвестицій та споживання, а також покращує якість економічного зростання.

Сьогодні найпоширенішим правилом монетарної політики центральних банків є таргетування інфляції. Основна його мета – запобігання високій інфляції в економіці, котра є чинником макроекономічної нестабільності. Згідно з цим режимом центральний банк, як правило, використовує ключову ставку як інструмент монетарної політики для утримання інфляції на певному цільовому рівні, що зазвичай коливається в межах визначеного коридора. Більшість економістів вважають таргетування інфляції ефективним правилом, що забезпечує стабільність цін та економічного зростання. За теорією М. Фрідмана та А. Шварц [2], монетарна політика потужно впливає на добробут економічних агентів та їхню поведінку в умовах невизначеності.

За Дж. Тейлором [3] і Р. Кларідою та ін. [4], інфляційне таргетування центральних банків може бути апроксимоване за допомогою простого правила процентної ставки, згідно з яким центробанк встановлює директивні ставки у відповідь на нейтральну з економічної точки зору ставку в економіці. Попри дотримання центральним банком певних правил монетарної політики, остаточно не вирішеним залишається питання, що може зашкодити реалізації раціональних очікувань економічних агентів. Використовуючи правило процентної ставки таргетування інфляції центральний банк має певні переваги над цільовими змінними. Якщо переваги неочікувано змінюються, вони не враховуються агентами так швидко та діють як екзогенний шок для економіки.

Аналіз досліджень і постановка проблеми. Огляд зарубіжної літератури в якій вивчається роль правил Тейлора та варіанти початкового правила Тейлора (зазвичай з додаванням лагової процентної ставки) стали стан-

дартним методом визначення монетарної політики для розкриття моделей загальної рівноваги. Прості правила відіграли важливу роль у літературі щодо стійкості політики [5, с. 27]. П. Ілбас, О. Ройсланд та Т. Свін, розглядаючи невизначеність моделі, демонструють, що включення відхилень ключової ставки від простого правила може покращити макроекономічні результати. Це дає змогу центральному банку перевіряти свою політику на відповідність правилу, яке є потенційно стійким у багатьох випадках різних моделей¹ [6]. Однак вони ігнорують будь-які відхилення цілей центробанку щодо інфляції та розриву обсягу виробництва, котрий може виникнути внаслідок політичного тиску на монетарну політику. У нашому випадку такі відхилення відіграють центральну роль, тоді як ми навмисно відкидаємо невизначеність моделі.

Публікація П. Тільманна (2012 р.) найліпше відповідає цілям нашої роботи [7]. Автор представляє результати дослідження у вигляді функції мінімізації збитків центрального банку, яка відрізняється від соціальних втрат, шляхом включення терміну, що відображає відхилення ключової ставки монетарної політики від ставки, передбаченої простим правилом Тейлора, котрий вважає, що цьому новому терміну слід надати певного значення, оскільки інфляційні шоки послідовно корелюють. Цей результат подібний до висновків Р. Кларіди, Дж. Гальї та М. Гертлера, котрі спираються на консервативну модель Рогоффа, де роль центробанку подано у вигляді кейнсіанської моделі, коли інфляційні імпульси послідовно корелюють між собою [8]. К. Уолш показує, що можна оптимально визначити додаткову вагу інфляції, навіть коли інфляційні імпульси не корелюють із політичними відхиленнями, котрі спричиняють відмінність цілей центробанку від цілей суспільства [9]. Ці відхилення створюють обґрунтування для критеріїв ефективності, яких немає у праці П. Тільманна [7].

Основні результати наведеної літератури про правило Тейлора показують, що параметри монетарної політики, котрі відображають віддання переваги центральними банками вихідним даним цільової функції, динамічно змінюються. Важливим є те, чи можна розглядати невідповідність параметрів монетарної політики як квазідискреційне право.

З одного боку, наразі центральні банки дотримуються певного правила політики (зазвичай правила Тейлора); з другого – вони непослідовно реагують на макроекономічні змінні. Якщо агенти передбачають зміни в реакції центрального банку, вони враховують їх в інфляційних очікуваннях, тому такі зміни не можуть зашкодити стабільності економіки. Навпаки, непередбачувані зміни в параметрах монетарної політики можуть суттєво збільшити коливання ділового циклу [10]. Важливі висновки для цієї дискусії міс-

¹ Функція втрат монетарної політики, включена до моделі DSGE (NEMO) Банку Норвегії, фактично додає многочлен у формі $(i_t - i_t^*)^2$. Попередні версії NEMO встановлювали i_t^* таким, що дорівнювало значенню, заданому простим правилом інструменту. Наразі i_t^* дорівнює "нормальній" номінальній процентній ставці, що визначається як ставка, котра відповідає цільовому рівню інфляції та нульовому розриву випуску. Цей термін призначений для додавання неявної ваги впливу на фінансові дисбаланси при визначенні політики.

тяться в роботі [11]. На думку Р. Мандлера, одним із джерел невизначеності агентів є саме непередбачувані зміни в параметрах монетарної політики.

Метою статті є оцінка реформ монетарних режимів Резервного банку Нової Зеландії та Федеральної резервної системи, в основу яких покладено законодавчо закріплені правила та інструменти монетарної політики, що дає змогу центробанку ефективно ухвалювати монетарні рішення для досягнення цінової стабільності та стійкої зайнятості.

Методи дослідження. За допомогою правила Тейлора перевірено гіпотезу про наявність зв'язку між цільовим показником інфляції та змінними параметрами функції Тейлора, що включають розрив між ВВП і потенційним ВВП, а також визначення облікової (ключової) ставки на підставі кількісних параметрів цільової функції. Емпірично доведено, що директивна схема встановлення облікової ставки може спотворювати оцінки, оскільки не завжди належним чином відображає реальний стан розвитку економіки.

Результати дослідження. Парламент Нової Зеландії 20 грудня 1989 р. одноголосно прийняв Закон про Резервний банк Нової Зеландії (далі – Закон RBNZ (Reserve Bank of New Zealand)), тим самим вперше у світі офіційно оголосивши режим таргетування інфляції. Закон був частиною масштабної реформи урядових міністерств, спрямованої на посилення підзвітності шляхом встановлення чітких цілей для державних органів. Мету Резервного банку викладено у ст. 8 згаданого закону. Основна його функція полягає у формуванні та реалізації монетарної політики, спрямованої на досягнення економічної цілі, – підтримання цінової стабільності. Завданням монетарних органів влади є визначення цільового показника інфляції, процесу інформування громадськості про цілі через комунікативну політику, механізму підзвітності, а також ключових складових таргетування інфляції, що було закріплено угодою між урядом та центробанком.

Закон RBNZ запустив глобальну хвилю реформ центрального банку. Вони мали прояснити політичну відповідальність центральних банків, посилення їх незалежності від реалізації політики згідно з їхніми зобов'язаннями, а також підвищення відповідальності політиків за взяті на себе зобов'язання. Ці реформи, крім того, повинні були сприяти підвищенню рівня прозорості шляхом поліпшення ефективності комунікативної політики, що полягала у передачі політичних рішень від центрального банку до громадськості та сигналізувала про майбутні політичні наміри. Загалом відповідальність у режимі таргетування інфляції посилюється публічним характером узятих на себе зобов'язань щодо оголошеної цілі та вимог, котрі висувуються центральним банком стосовно її реалізації. Досягнення цілі стає показником ефективної діяльності центрального банку. Наразі таргетування інфляції застосовується більше ніж у 30 країнах. Багато аспектів, котрі вперше були застосовані в Новій Зеландії (громадська прихильність до цільового рівня інфляції, високий рівень прозорості та підзвітності) сьогодні вважаються найкращими методами монетарної політики.

Вплив реформ Нової Зеландії виходить за межі тих центральних банків, котрі офіційно визнані учасниками-таргетерами інфляції, а також інших, таких як Федеральна резервна система (*далі* – ФРС). ФРС має подвійний мандат – забезпечення стабільності цін і максимально стійкої зайнятості через кількісне визначення цільової ціни стабільності з позицій оголошення кількісної цілі за інфляцією. Фактично на сьогодні у 50 центральних банків є кількісні цілі або цільові діапазони інфляції.

Орієнтація на інфляцію сама по собі не залишалася статичною основою політики з моменту її виникнення. Подальші реформи у багатьох країнах пов'язані насамперед із підвищенням прозорості монетарної політики. Подекуди на практиці застосовувалася нульова нижня межа інфляції з використанням нетрадиційних інструментів політики. Це змушувало окремі центральні банки переглядати спосіб прийняття їхніх політичних рішень та інформацію, яку вони доносять через канали зв'язку з громадськістю. Навіть далеко за межами нульового нижнього коридора інфляції розвиток теорії монетарної політики підкреслював важливість перспективних рекомендацій певних центробанків, що використовували режим таргетування. Наприклад, Резервний банк Нової Зеландії був піонером у наданні прогнозної інформації щодо траєкторії майбутньої процентної ставки. Інші, зокрема, ФРС та Банк Англії, експериментували з каналом комунікацій, призначеним для передачі інформації про обставини, котрі спричиняють майбутнє зростання процентних ставок.

Попри поширення серед центробанків, таргетування інфляції не отримало загального визнання. Окремі критики стверджували, що воно не мало значення, зокрема у період Великої рецесії, коли країни-таргетери, як і країни, котрі не застосовували режим таргетування, мали подібні зрушення в макроекономічних показниках¹.

Інші критики вважали, що таргетуванню інфляції приділяли надто багато уваги, звинувачуючи такий режим у відволіканні центробанків від небезпечних викликів фінансової кризи, визнаючи цим політичні помилки, що спричинили світову кризу 2008–2009 рр. Дискусії щодо реформування режиму таргетування інфляції або його заміни тривають дотепер. Пропоновані реформи передбачають надання центробанку нової цілі, пов'язаної з фінансовою стабільністю або заміною інфляції як основної мети на рівень цін чи номінальних доходів. Ці пропозиції відповідають загальному підходу до таргетування інфляції у постановці цілей перед центробанком. Вони також узгоджуються з підтриманням незалежності центробанку для досягнення його цілей. Останні забезпечують природні показники ефективності, котрі допомагають гарантувати підзвітність центробанку.

Показники ефективності центробанку – спостережувана змінна (або змінні), за якими громадськість та обрані посадові особи мають спостерігати за діями центрального банку в спосіб, що відповідає його статуту, в якому

¹ Одними з перших авторів такого аргументу були Болл та Шерідан (2004).

кінцева мета монетарної політики не обов'язково полягає в досягненні стабільної інфляції. Центральний банк несе відповідальність за реалізацію цілей, котрі не є кінцевими цілями монетарної політики. Наприклад, у 1970-ті роки Конгрес США вимагав від ФРС встановлення цілі за темпами зростання грошової маси. Темп зростання грошової маси – проміжна, а не кінцева ціль монетарної політики. Це інструмент, що безпосередньо контролюється центробанком. Іншою альтернативою може бути оцінка ефективності центробанку шляхом зіставлення його інструменту з цільовим значенням, встановленим законодавчим правилом про інструменти. Нещодавно Палата представників США провела слухання щодо законопроекту, який визначав би норму процентної ставки. При цьому ФРС мала виправдати будь-які відхилення ставки федеральних фондів від законодавчо встановленого правила¹. Дж. Тейлор показує, як правило інструменту використовується в оцінці постфактум політики ФРС [12].

Отже, показники ефективності центробанку можуть відрізнятися залежно від того, чи зорієнтовані вони на кінцеві цілі макроекономічної політики, що дає змогу водночас забезпечити незалежність інструментів, як у випадку з таргетуванням інфляції. Або чи обмежують вони незалежність інструментів центробанку, як мало місце у випадку із законодавчо закріпленим правилом інструменту. І таргетування інфляції, й інші цільові режими, наприклад, таргетування на рівні цін, політика обмеження швидкості та системи таргетування номінального доходу, детально проаналізовані в літературі². Однак аналогічний аналіз режимів, у яких підзвітність ґрунтується на дотриманні правил інструменту, у вітчизняних публікаціях відсутній.

Розуміння причин реформи має вирішальне значення для оцінки їхнього характеру. Важливим є те, чи покликана реформа центрального банку стримувати його діяльність чи, навпаки, – обмежувати дії уряду. Перший стандартний тип підкреслює призначення цілей центрального банку. Другий підхід пропонує правила інструментів, котрих повинен дотримуватися центробанк. Ці дві альтернативи ілюструються простою моделлю, яка дає змогу отримувати аналітичні результати. Для оцінки альтернатив у реалістичніших умовах пропонується модель, що включає жорсткі показники заробітної плати та цін. Значення параметрів та відносна волатильність альтернативних шоків, як показує проста модель, важливі для кінцевого результату, отриманого шляхом оцінювання моделі з використанням байєсівських методів.

¹ Слухання були проведені у липні 2014 р. Згідно з доповіддю *Financial Times* від 25 лютого 2015 р. щодо свідчень Джанет Єллен перед Банківським комітетом палати США, “голова ФРС відмовлялася від закликів республіканців, щоб установа підпорядковувалася механічним правилам встановлення ставок”, наголошуючи на тому, що її заклик буде “прихованим”. Див.: *Yellen J. Defends US Central Bank Independence. Financial Times. 2015. February 15.*

² Наприклад, Вестін (2006) проводить ранній аналіз цінового таргетингу. К. Уолш [9] порівнює ціновий таргетинг, політику темпів зростання розриву випуску (output-gap growth rate) або обмеження швидкості (speed limit) та політику номінального доходу. Біллі (2013) вивчає політику номінального доходу в умовах нульової нижньої межі номінальних процентних ставок.

Результати дослідження показують, що системи, котрі ґрунтуються на цілях та правилах, повинні врівноважувати подібний компроміс через зменшення впливу політичних шоків на цілі політики центрального банку (що виникають, наприклад, через короткостроковий політичний тиск). Це дає змогу забезпечити гнучкість у досягненні поставлених цілей. Правило можна визначити як “процес прийняття рішень, що використовує інформацію постійним та передбачуваним способом” [13]. Висновки з оціночної моделі DSGE підкреслюють важливість показника обсягу випуску, що використовується як положення, закріплене в законі. За наявності розбіжностей між обсягом виробництва та його оптимальним рівнем, що не відповідає правилу, оцінка результатів ефективності визначається шляхом порівняння інфляції з встановленою ціллю та інструментом політики, за допомогою якого ціль може бути досягнута. Коли правило набуває форми, запропонованої Конгресом, використання такого положення для оцінки результатів діяльності центробанку зазвичай не є оптимальним.

Реформи центрального банку за останні 25 років були спрямовані на усунення або принаймні зменшення прояву негативних результатів монетарної політики. Розуміння природи відхилень, що спричинили негативний ефект політики, важливе для оцінки відносних переваг або недоліків різних типів реформ.

У дискусіях з питань монетарної політики спостерігаються три види відхилень. По-перше, короткостроковий політичний тиск, часто пов'язаний із виборчим циклом країни, може спотворити рішення монетарної політики, що зробить акцент на короткостроковій економічній діяльності за рахунок довгострокових цілей. Оскільки монетарна політика функціонує з великими лагами, центробанк, котрий зазнає короткострокового політичного тиску, може мати труднощі в досягненні довгострокових цілей, включно з низькою та стабільною інфляцією. І якщо монетарна політика переважно діє на інфляцію через вплив на реальну економічну діяльність, експансіоністська політика спочатку сприятиме економічному піднесенню, а інфляція настане трохи пізніше. Це потенційно стимулює політиків до тиску на центральні банки з метою проведення експансивної політики, приуроченої до виборчих циклів. Піднесення, що передуює виборам, буде сприятливим для діючого уряду, тоді як інфляційні витрати будуть проведені набагато пізніше¹. У цьому випадку досягнення середньострокових цілей стосовно інфляції буде несумісним із режимами центрального банку, що зазнають політичного тиску.

По-друге, реальні економічні відхилення можуть виявитись неефективними, що створює систематичний ухил у бік політики, спрямованої на розширення економічної активності. Наприклад, у стандартних неокейнсіанських моделях монополістична конкуренція на ринках товарів або праці означає, що рівень економічної активності економіки за нульової інфляції є надто низьким відносно її ефективного рівня. Реальні коливан-

¹ Детальніший огляд політичних моделей ділового циклу можна знайти в А. Дразена (2000).

ня на фінансових ринках або ринках праці, котрі характеризуються розбіжностями у пошуку та узгодженні цілей, можуть також створити суперечність між ефективним розподілом в економіці й розподілом, що виникає за умови гнучких цін та заробітної плати. Хоча монетарна політика може намагатися подолати ці суперечності в короткостроковому періоді, відхиляючись від політики цінової стабільності, вона не здатна систематично, на постійній основі закривати їх. Відповідні спроби зазнають невдачі, тому в економіці спостерігатиметься надмірна інфляція. Відхилення, що виникають через реальну економічну неефективність, та постійний політичний тиск на центральні банки можуть бути тісно пов'язані. Наявність реальних відхилень пояснюється прагненням політиків впливати на монетарну політику.

По-третє, навіть за відсутності політичного тиску чи спроб використувати монетарну політику для реалізації недосяжних цілей, центробанки можуть не мати можливості надійно дотримуватися майбутньої політики, що з часом призведе до неефективних міжчасових реакцій на спотворені імпульси. Тобто навіть якщо перші два відхилення не вплинуть на монетарну політику, неспроможність передбачити майбутні дії спричиняє неефективну економічну політику. Відхилення через дискреційну політику відіграють істотну роль в академічній літературі, намагаючись пояснити, чому політичний тиск або реалізація недосяжних цілей призводять до небажано високої інфляції¹ [14]. У рамках моделі Барро – Гордона, популярної під час дії Закону RBNZ, дослідникам в академічній праці про попередження інфляції, усунення короткострокового політичного тиску та визначення досяжності цілей центробанку вдалося нівелювати відхилення, зумовлені дискреційними повноваженнями. Однак у новокейнсіанських моделях, з акцентом на перспективних (forward-looking) очікуваннях, свобода дій продовжує спричиняти неефективні результати навіть за браку політичного тиску чи нестійких цілей.

З огляду на ці три потенційні джерела відхилення політики постає питання: які типи реформ центрального банку можуть поліпшити результати монетарної політики? Ми зосередимося на двох альтернативах, обидві з яких можна розглядати як встановлення міри ефективності для центрального банку. Рівень ефективності забезпечується показниками на основі спостереження змінних для оцінки вибору політики центробанком². Визначення показника ефективності – важливий аспект реформи центрального банку, який впливає на дії політики центрального банку та є основою гарантування підзвітності в її проведенні.

¹ У розділі 7 [2] наголошується на упередженості щодо інфляції, спричиненої дією дискреційної політики у моделях, заснованих на неузгодженості в часі оптимального аналізу політики Ф. Кідленда та Е. Прескотта [1] стосовно монетарної політики у рамках моделі Барро-Гордона (1983).

² Теорія показників ефективності детально розглянута у працях Бейкера (1992), Бейкера, Гіббонса та Мерфі (1994), а також Франкеля (2014).

Перший тип реформ – таргетування інфляції – підкреслює цілі політики. Кінцева мета політики становить міру ефективності діяльності центрального банку. Другий тип наголошує на правилах. Дотримання правила є основою в оцінці результатів діяльності центробанку. Використання інструментального правила, наприклад, Тейлора, для оцінки центрального банку виступає зразком показника ефективності на основі правил. У будь-якому разі потужність показника ефективності вказує на те, наскільки він є важливим у загальній оцінці політики. Наприклад, жорсткий режим таргетування інфляції, коли мандат центробанку спрямований на досягнення визначеної цілі, є прикладом режиму потужного впливу.

Модель реформи, передбачена Законом RBNZ та Угодою про цільові показники політики, зосереджена на кінцевій меті, яка може бути досягнута за допомогою монетарної політики. Це було зроблено шляхом підписання договору між обраним урядом і центральним банком, покликаним вплинути на вибір політики Резервного банку шляхом зміни стимулів як уряду, так і центробанку [15; 16]. На стимули вплинули публічне встановлення чіткої цілі політики, покладення відповідальності за її досягнення на Резервний банк та запровадження системи підзвітності на основі цієї цілі. Обраний уряд міг змінити кінцеву мету банку, змінюючи Угоду про цілі політики, але це мало відбуватися публічно, а тому уряд не міг втручатися в реалізацію монетарної політики. Закон разом із Угодою про цільові показники політики встановлює критерій ефективності для Резервного банку. Його слід було оцінювати на основі відповідності між діями монетарної політики та досягненням цільового рівня інфляції.

Угода такої форми могла подолати дві, а можливо, і всі три відхилення, котрі призвели до недосконалої монетарної політики. По-перше, публічний характер цілі допоможе захистити центробанк від політичного тиску, спрямованого на досягнення інших цілей. Надаючи Резервному банку високий рівень незалежності від інструментів реалізації політики, Закон ще більше обмежив можливості короткострокових політичних чинників впливати на рішення монетарної політики. Іншими словами, закон обмежував виборних посадових осіб центробанку. Насправді, досліджуючи природу таргетування інфляції в Новій Зеландії, М. Шервін [17] віддає належне прагненню Р. Дугласа зробити “монетарну політику менш схильною до маніпуляцій для короткострокових політичних цілей”¹. Думка, що приписується Дугласу, узгоджується з емпіричними даними, котрі вказують на негативний зв’язок серед розвинутих економік між середніми темпами інфляції та показниками незалежності центрального банку². Отже, ключова характеристика ре-

¹ Процес делегування повноважень, за допомогою якого уряд покладає безпосередню відповідальність за проведення монетарної політики на центральний банк, є засобом обмеження стратегічного простору, доступного уряду.

² Висновки з досліджень, що підтверджують такий взаємозв’язок, наведені у роботах Баде та Паркіна (1984), Кукерман, Веб та Неяпті (1992), Алесіна та Саммерс (1993). Критика положення про те, що незалежність центробанку – це вирішення проблеми високої інфляції, представлена Позеном (1993). Негативний зв’язок між показниками незалежності центробанку та інфляцією спостерігався лише для розвинутих економік.

форми полягала у зростанні незалежності центробанку з метою стримування впливу обраного уряду на реалізацію монетарної політики¹.

Хоча більша незалежність може захистити монетарну політику від політичного впливу, вона не гарантуватиме, що буде спрямована лише на досягнення запланованих цілей. Незалежна монетарна влада, котра прагне сприяти соціальному добробуту, все ще може стикнутися зі спокусою ставити нестійкі цілі, якщо, наприклад, реальні відхилення означатимуть, що обсяг випуску у стабільному стані неефективно низький². Отже, Закон RBNZ поклав на Резервний банк конкретну мету – стабільність цін, яку могла би досягти монетарна політика. М. Шервін цитує звіт парламентського Комітету з питань фінансів та витрат: “Комітет... твердо дотримується думки, що основною функцією монетарної політики має бути функція, викладена в пункті 8. Члени визнають, що монетарна політика не повинна здійснювати витрати за неналежну фіскальну й мікроекономічну політику. У підсумку монетарна політика може сподіватися лише на досягнення однієї мети, а саме стабільності цін” [17]. Таким чином, реформи, запроваджені Законом RBNZ, зосереджувались на досягненні мети монетарної політики, дозволяючи центробанку незалежність у її досягненні. Закон не мав цілі обмежувати Резервний банк у його рішеннях щодо відповідної політики, необхідної для досягнення цінової стабільності. Натомість він позбавив Резервний банк права встановлювати власні цілі. За термінологією Дебелле – Фішера, Закон уповноважив центральний банк, котрий не мав незалежності у виборі цілей, але користувався незалежністю інструментів [18].

Цей тип реформ – чітке визначення цілей разом із більшою незалежністю центробанку – став звичним явищем протягом 1990-х років³. Оприлюднення цілей публічно сприяє підвищенню підзвітності, особливо якщо перед центральним банком поставлено єдину ціль політики – цінову стабільність або ціль на інфляцію. Незалежність також може зробити центробанк менш підзвітним, тому Дебелле – Фішер стверджували, що незалежність має бути обмежена, а незалежність для встановлення інструментів, але не задля визначення цілей, є найкращим планом реформування центрального банку.

Ані постановка цілей, ані незалежність інструментів не усувають безпосередньо відхилень, котрі виникають, коли політики не можуть узяти на себе зобов'язання щодо майбутніх дій. Однак в окремому випадку моделі

¹ Карлстром та Фуерст (2009) виявляють, що збільшення незалежності центрального банку може забезпечити дві третини найкращих показників інфляції серед промислово розвинених економік за останні 20 років.

² В академічній літературі, базованій на моделі Барро – Гордона (1983), як правило, не проводилося розмежувань між політично сформованим тиском на користь економічної експансії та соціально ефективними, але нестійкими спробами центрального банку генерувати експансію. Обидва положення припускали, що навіть за гнучких цін та заробітної плати обсяг виробництва в економіці буде нижчим від бажаного рівня.

³ Рух багатьох центральних банків до більшої незалежності та прозорості досліджують Крове – Міде (2007), Бліндер та ін. (2008). Дінсер та Ейкенгрін (2014) вказують на оновлений показник прозорості, котрий ілюструє цю тенденцію.

Барро – Гордона (1983 р.) усі три відхилення можна було б усунути шляхом надання центробанку незалежності у виборі інструментів та покладення на нього відповідальності в досягненні запланованого рівня інфляції або за допомогою визначення запланованого цільового показника інфляції [19; 20]. Коли очікування приватного сектору спрямовані на майбутнє (forward-looking), орієнтація на таргетування інфляції не усуває відхилень, що виникають у результаті дискреційної політики. Однак якщо політики та науковці дедалі більше розуміли важливу роль, яку очікування майбутньої інфляції відіграють у стримуванні поточної інфляції, а також роль, котру ймовірна траєкторія майбутньої політики процентної ставки відіграє у впливі на реальну економіку, центральні банки приділяли би більше уваги прозорості, систематичності й передбачуваності у своїх діях. Це допомогло б забезпечити потужніший вплив на очікування приватного сектору. Отже, підвищення прозорості було звичайною практикою [21–25]. Завдяки кращій здатності впливати на майбутні очікування центральні банки частково можуть подолати це третє відхилення.

Підсумовуючи, можна сказати, що цільові режими здебільшого пов'язані з незалежністю від інструментів. Оприлюднення цілей обмежує уряд. Але якщо аналізувати політику центрального банку лише на основі цілі, як у випадку з жорстким таргетуванням інфляції, це може призводити до обмеження гнучкості центробанку. У випадку з Новою Зеландією очевидно, що Резервний банк має бути гнучким таргетером. Ця гнучкість відображена в доданому в 1999 р. п. 4 (с) Угоди про цілі політики (Policy Target Agreements, РТА), де зазначається, що “для досягнення цілі цінової стабільності Банк здійснює стійку, послідовну та прозору монетарну політику та намагається уникати надмірних коливань в обсягах випуску, процентних ставок та валютного курсу”. Ще одна характеристика цільових режимів – те, що вони зазвичай є стійкими, оскільки зміни в структурі економіки можуть впливати на процес грошової трансмісії та змінити спосіб коригування інструментів політики від стану економіки, але не впливають на кінцеві цілі політики.

Наголос на цілях, незалежності від інструментів, прозорості та підзвітності – не єдина форма, котрої могли б набути реформи центрального банку. Як альтернативу можна було б зосередити увагу на визначенні цілей, що, на відміну від цінової стабільності, не входять до переліку кінцевих цілей макроекономічної політики. Наприклад, протягом 1970–1980-х років широко обговорювалася роль проміжних цілей у реалізації монетарної політики та були розроблені пропозиції щодо встановлення цільових темпів зростання для різних грошових агрегатів. У 1975 р. резолюція Палати представників США закликала ФРС публічно оголосити цілі монетарного зростання. Закон про повну зайнятість 1978 р. передбачав публічне оголошення щорічних цільових показників зростання грошової маси, а ФРС мала звітувати перед Конгресом про успіхи в досягненні цих цілей [26]. Перед ФРС було поставлено мету – цільові показники зростання грошової маси, що означа-

ло встановлення відповідальності за досягнення цієї цілі, але отримані в результаті цільові показники не входили до переліку цілей макроекономічної політики. Однак ФРС було дозволено визначати цілі монетарного зростання, що послабило роль цільових показників у обмеженні її діяльності та забезпеченні підзвітності. Будь-який стримуючий ефект від оголошених цільових показників монетарного зростання був ще більше послаблений практикою ФРС через щорічну зміну рівня цільової траєкторії для грошових агрегатів, що забезпечило попередню невідповідність цільових темпів зростання, об'єднаних із показниками грошових агрегатів¹.

Проміжні цілі, як правило, виступали показниками незадовільних результатів монетарної політики, оскільки кореляція між цільовими показниками та кінцевими цілями монетарної політики часто була незначною. У Сполучених Штатах швидке зростання грошової маси у поєднанні зі зниженням інфляції на початку 1980-х років вплинуло на загальні цільові орієнтири політики. Практика базового дрейфу давала змогу ФРС проводити гнучкішу політику, що послаблювало вплив темпів зростання грошової маси на цілі як засіб забезпечення підзвітності щодо політики² [27; 28].

Інша альтернатива тому, щоб інфляція стала показником ефективності центробанку, – оцінювання політики шляхом порівняння встановленого центральним банком інструменту з базовим правилом для інструменту політики. Така система, базована на правилах, у крайньому разі нівелює будь-яку незалежність інструменту та усуває дискреційні повноваження з політичного процесу, безпосередньо вирішуючи всі проблеми, що виникають унаслідок надання директивним органам більшої свободи в реалізації політики. Фактично окремі автори стверджували, що за відсутності інформації приватного центрального банку про стан економіки останній не повинен мати дискреційних повноважень, а натомість мусить додержуватися правила, що визначає дії залежно від стану економіки³ [29; 30].

Окремі правила, такі як “золотий стандарт” або прив’язка до обмінного курсу, повністю позбавляють центральний банк свободи вибору. Аналогічно режиму інфляційного таргетування вибраний курс монетарної політики не обов’язково має бути режимом жорсткого таргетування інфляції. Система, котра ґрунтується на правилах, не завжди буде жорстким (потужним) режимом у тому розумінні, що центробанк не має жодних повноважень. Гнучкий

¹ Аналіз основних тенденцій та умов, за яких цей підхід може бути застосований, проаналізований Уолшом (1986). Таргетування інфляції призводить до аналогічної ситуації, коли рівень цін може бути нестационарним. Подібні докази того, що такий підхід використовується в Австралії, Новій Зеландії, Швеції та Великобританії, розкривається у праці Руге-Мурсія (2014).

² Подібним чином таргетування інфляції послаблює підзвітність, якщо фактичною ціллю є цінова стабільність, як це зазначено у багатьох статутах центральних банків.

³ К. Уолш [16] показав, що узгодження стимулів центрального банку з таким спостережуваним чинником, як інфляція, допомогло подолати проблему приватної інформації, висвітлену Канцонері (1985). Еті, Аткинсон та Кехо (2005) переглядають правила через наявність приватної інформації.

режим, базований на правилах, подібно до гнучкого таргетування інфляції, встановив би правило, але дозволив би центробанку відхилятися від правила. У цьому випадку директивним органам потрібно буде пояснити або виправдати відхилення, так само як невиконання цільового рівня інфляції вимагає від політиків пояснень, чому ціль було пропущено. За допомогою правила, базованого на спостережуваних змінних, вказана система забезпечує підзвітність¹. Потужність правила як показника ефективності залежатиме від того, яке значення надається таким відхиленням в оцінці та притягненні до відповідальності центрального банку. Перевага системи, котра ґрунтується на правилах, полягає в тому, що вона підвищує передбачуваність політики, є прозорою та спрощує процес забезпечення підзвітності.

Отже, якщо дискреційні рішення центробанку, а не політичний тиск виборних чиновників є джерелом невдалої монетарної політики, реформа повинна відрізнитися від моделі, передбаченої Законом RBNZ, що стримуватиме центральний банк від неефективних рішень.

Як зазначається, правила встановлюються, коли агентам не можна довіряти з обережності. Законодавчі правила, котрих повинен дотримуватися центробанк, досягають цієї мети, усуваючи незалежність як цілі, так і інструментів. У серії публікацій Дж. Тейлор стверджував, що прихильність до правила монетарної політики дає кращі результати, ніж ті, котрі мають місце за режимів, що підкреслюють незалежність центрального банку [12; 31; 32]. Він припускає, що загальні макроекономічні показники були вищими у періоди, коли ФРС діяла систематично й передбачувано. Примушення ФРС до чіткішого дотримання правила покращило б економічні результати. Проаналізувавши правила та незалежність центрального банку, Дж. Тейлор дійшов висновку, що “призначення політики полягає в тому, що уряду слід зосередитися на способах законодавчого її закріплення, базованого на правилах” [32, с. 16].

Показники ефективності, що ґрунтуються на правилах, характеризуються принаймні трьома потенційними проблемами. По-перше, буде складно визначити чітке правило. Навіть у доволі простих теоретичних моделях правило оптимального інструменту може бути надзвичайно складним [33]. Складне правило, навіть якщо воно відоме, може важко піддаватися поясненню громадськості, що знижує здатність базованого на правилах показника ефективності забезпечувати прозорість та підзвітність політики. По-друге, будь-яке ефективне правило є оптимальним лише з урахуванням конкретної моделі. Тому зміни у структурі економіки або інакше розуміння цього правила можуть спричинити зміни в оптимальному правилі. По-третє, не завжди можна охарактеризувати політику в термінах правила єдиного інструменту. Правило короткострокової політики процентної ставки не мало б сенсу, якби процентні ставки розташовувались на нульовій нижній межі, а також не могли б виступати орієнтиром щодо політики балансу. Отже, правила інструментів, імовірно, будуть менш стійкими до структурних змін, ніж

¹ Дж Тейлор [12] наводить приклад того, як правило Тейлора може бути використане для оцінювання результатів діяльності ФРС.

системи, базовані на цілях¹. Однак у ранніх працях А. Левіна, В. Віланда, Дж. Вільямса (1999 р.) і Дж. Рудебуша (2002 р.) припускається, що прості правила можуть бути надійними для моделювання невизначеності [34; 35]. Ці міркування свідчать на користь прийняття простого, але надійного правила, подібного, наприклад, правилу Тейлора, однак котре теж містить виняткові пропозиції² [3; 36–38]. Вибір, яке правило слід прийняти та як забезпечити підзвітність, коли правило може не застосовуватися, має передбачати збалансування вигоди від обмеження свободи дій і витрат, пов'язаних із потенційним примусом монетарної політики застосовувати нечіткі правила.

З огляду на безпрецедентні дії ФРС та інших центробанків під час фінансової кризи не дивно, що з'явилися пропозиції стосовно реформ, базованих на правилах, спрямованих на обмеження її свободи дій. У липні 2014 р. у США відбулися слухання за справою H.R. 5018, відповідно до якої ФРС висунуто низку вимог, встановлених законом. По-перше, Федеральний комітет відкритих ринків (Federal Open Market Committee, FOMC) повинен буде визначити правило директивної політики (Directive Policy Rule, DPR). DPR треба встановлювати інструмент політики та “описувати стратегію або правило FOMC для систематичного кількісного коригування цільового показника інструменту політики у відповідь на зміну проміжних параметрів політики” (розділ 2С (с) (2)). Проміжні входні параметри політики, передбачені в розділі 2С (а) (4), містять “будь-яку змінну, визначену FOMC як необхідну вихідну інформацію для управління операціями на відкритому ринку”. Вони також повинні включати поточну інфляцію (разом з її визначенням та методом розрахунку) і принаймні одну з оцінок реального, номінального або потенційного ВВП, оцінку грошового агрегату або інтерактивної змінної, що містить інші наведені змінні. Крім того, правило директивної політики має “включати функцію, яка всебічно моделює інтерактивні взаємозв'язки між проміжними параметрами політики” (розділ 2С (с) (3)) та “коефіцієнтами правила директивної політики” (розділ 2С (с) (4)).

Можливо, більш суттєво з позицій обмеження гнучкості ФРС пропонується Закон також визначає початкове правило політики (Reference Policy Rule, RPR), а розділ 2С (с) (6) вимагає, аби FOMC повідомляв, “чи відповідає правило директивної політики вимогам RPR”. Інакше, FOMC потрібно буде надати “детальне обґрунтування” будь-якого відхилення від правила директивної політики та початкового правила політики.

Пропонований законопроект доволі детально стосується RPR. Розділ 2С (а) (9) визначає початкове правило політики як ставку федеральних фондів, обчислену за формулою:

¹ Проте зміни у структурі економіки також можуть вплинути на цілі політики. Наприклад, зміна індексації цін призводить до зміни визначення волатильності інфляції, яка породжує неефективність та повинна відображатися в показнику загального добробуту.

² Див. також Тейлор та Вільямс [38]. Свенссон [37] наводить загальну критику використання правил Тейлора. Водночас Бенхабіб, Шмітт-Грое та Урібе (2001) стверджують, що правила Тейлора не виключають нульові нижні межі рівноваги.

$$i_t^{RPR} = \pi_{t-1} + 0,5 \ln \left(\frac{GDP_t}{GDP_t^{potential}} \right) + 0,5(\pi_{t-1} - 2) + 2, \quad (1)$$

де

$$\pi_{t-1} = 100 \left(\frac{p_{t-1} - p_{t-5}}{p_{t-5}} \right). \quad (2)$$

Це рівень інфляції за попередні чотири квартали. Це правило можна переписати як:

$$i_t^{RPR} = 4 + 1,5(\pi_{t-1} - 2) + 0,5 \ln \left(\frac{GDP_t}{GDP_t^{potential}} \right). \quad (3)$$

Написане в такій формі (3) правило постає як правило Тейлора [3]. Якщо середня інфляція дорівнює 2 %, а розрив між ВВП та потенційним ВВП дорівнює нулю, то облікова (ключова) ставка становитиме 4 %. Отже, правило передбачає цільовий показник інфляції у 2 % і середню реальну процентну ставку в розмірі 2 %.

Голова ФРС Дж. Єллен перед Комітетом фінансових послуг Палати представників (16 липня 2014 р.) заявила, що “було б серйозною помилкою з боку ФРС проводити монетарну політику згідно з математичним правилом”. На противагу цьому Дж. Тейлор у статті Wall Street Journal (9 липня 2014 р.) висловив свою підтримку законопроекту. Розділ 2С (е) (1) припускає, що Закон не повинен вимагати від FOMC реалізації стратегії, викладеної в законодавстві, якщо “Комітет визначить, що такі плани не можуть або не повинні бути реалізовані через зміну ринкових умов”. У разі виникнення подібної ситуації FOMC матиме 48 год, аби надати генеральному контролеру США та Конгресу пояснення про оновлене правило директивної політики. У свою чергу, в генерального контролера буде 48 год на проведення аудиту та публікації звіту, аби з’ясувати, чи відповідає оновлене правило директивної політики законопроекту FOMC.

У цьому випадку тип підзвітності, базованої на правилах, різко контрастує з підзвітністю, котра ґрунтується на цілях, і незалежністю центробанку, що характеризує більшість його реформ після прийняття Закону RBNZ. Відповідно до підзвітності на основі правил центральний банк повинен чітко вказувати свій інструмент та правило, використовуване ним для встановлення параметрів цього інструменту. Відхилення від правила допускаються, але центральний банк зобов’язаний пояснити їх обґрунтування. Згідно з цільовою підзвітністю цілі центробанку мають бути чітко визначені. Якщо їх встановлює уряд, центробанку не вистачає незалежності від цілей. Проте для досягнення останніх орган монетарної влади користується незалежністю від інструментів. У цьому випадку центробанк повинен пояснити, наскільки його дії узгоджуються з досягненням поставлених цілей (таблиця).

У таблиці наведено загальну характеристику реформ, що ґрунтуються на цілях і правилах. У ній немає прикладів реформ, базованих на проміжних цілях, подібних до темпів зростання грошової маси, оскільки це неефективні

Таблиця. Типи реформ центрального банку

№ з/п	Параметри	Базовані на цілях (Goals Based)	Базовані на правилах (Rules Based)
1	Незалежність центробанку	Інфляційне таргетування	Прив'язка обмінного курсу
2	Незалежність центробанку	Таргетування рівня цін	Золотий стандарт; правила інструменту (H.R. 5018)
3	Ціль (Goal)	Диференційована	Слабка
4	Інструмент (Instrument)	Потужний	Слабкий
5	Обмеження (Constraints)	Центробанк, уряд	Центробанк
6	Гнучкість (Flexibility)	Диференційована	Диференційована
7	Прозорість (Transparency)	Диференційована	Висока
8	Підзвітність (Accountability)	Висока	Висока
9	Надійність (Robustness)	Висока	Низька

Складено за: [39].

системи як для досягнення кінцевих цілей, так і для обмеження інструментарію центрального банку. Реформи на основі цілей і правил мають різне значення і для центрального банку, і для макроекономічних результатів. Вони відрізняються за типом незалежності, яким користується центробанк, а також за тим, кого вони мають обмежувати. І те, й інше може забезпечувати гнучкість, надавати громадськості можливість оцінювати монетарну політику за результатами, а крім того, притягувати центробанк до відповідальності в разі істотного відхилення від поставлених цілей.

Висновки. За результатами проведеного дослідження можна визначити два типи реформ монетарних режимів: режим, базований на цілях, і режим на основі правил. Таргетування інфляції – режим, що передбачає використання правила процентної ставки, тому центральний банк має певні переваги над цільовими змінними. Зміна переваг економічних агентів діє як екзогенний імпульс для економіки. Завдання центробанку – перевіряти свою політику на відповідність правилу, що втілюється у побудові цільової функції з наперед визначеними змінними параметрами. Останні охоплюють: інфляційний розрив, процентну ставку, розрив випуску та розрив обмінного курсу. Зростання волатильності змінних параметрів у цільовій функції центробанків за режиму інфляційного таргетування пояснюється глобальними кризами, чутливістю макроекономічних показників до коливань макроекономічної кон'юнктури. Оцінка інфляції у вигляді простого правила процентної ставки за інструментами монетарної політики забезпечує наближення прогнозу інфляції до значення таргету в середньостроковій перспективі. Згладжування розривів у змінних величинах є однією з цілей функції реакції центрального банку за режиму інфляційного таргетування.

Послідовність монетарної політики центрального банку є ключем у досягненні запланованих цілей, що дає змогу економічним агентам своєчасно

враховувати зміни в ній та включати їх до своїх раціональних очікувань для прийняття ефективних рішень. Несподівані зміни параметрів цієї політики посилюють коливання ділового циклу та невизначеність в економіці. Це основна причина, чому центральні банки чітко дотримуються правил монетарної політики, що допомагає вчасно згладжувати екзогенні шоки в економіці.

Дослідження підтверджує доцільність застосування правила Тейлора при здійсненні режиму інфляційного таргетування. Аналіз основних параметрів монетарної політики показує, що переваги центральних банків змінюються відповідно до вихідних даних цільової функції. Отже, центробанк, реагуючи на інфляційний розрив, змінює процентну ставку залежно від траєкторії інфляції. Це позитивно впливає на інфляційні очікування економічних агентів та робить монетарну політику більш прогнозованою.

Список використаних джерел

1. Kydland F., Prescott E. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*. 1977. Vol. 85, No. 3. P. 473–491. URL: <https://doi.org/10.1086/260580>.
2. Friedman M., Schwartz A. J. A. Monetary history of the United States, 1867-1960. Princeton, N.J. : Princeton University Press, 1963.
3. Taylor J. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie Rochester conference series on public policy*. 1993. Vol. 39. P. 195–214. URL: [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)-90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)-90009-L).
4. Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly Journal of Economics*. 2000. Vol. 115, Iss. 1. P. 147–180. URL: <https://doi.org/10.1162/003355300554692>.
5. Levin A., Williams J. Robust Monetary Policy with Competing Reference Models. *Journal of Monetary Economics*. 2003. Vol. 50, Iss. 5. P. 945–975. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(03\)00059-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(03)00059-X).
6. Ilbas P., Roisland O., Sveen T. Robustifying Optimal Monetary Policy Using Simple Rules as Cross-Checks. *Research Working Paper*. 2012. No. 2012/22. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2269236>.
7. Tillmann P. Cross-Checking Optimal Monetary Policy with Information from the Taylor Rule. *Economics Letters*. 2012. Vol. 117, Iss. 1. P. 204–207. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.05.009>.
8. Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*. 1999. Vol. 37, No. 4. P. 1661–1707. URL: <https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1661>.
9. Walsh C. Accountability, Transparency, and Inflation Targeting. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2003. Vol. 35, No. 5. P. 829–849. URL: <https://doi.org/10.1353/mcb.2003.0041>.
10. Pokorny T. Explaining Czech inflation by a time-varying Taylor rule. s. l. Faculty of Economics of Prague University of Economics and Business, 2021.
11. Mandler M. The Taylor rule and interest rate uncertainty in the US 1955-2006. Giessen : University of Giessen, 2007.
12. Taylor J. Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn't: A Tale of Two Eras. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2012. Vol. 44, Iss. 6. P. 1017–1032. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00521.x>.
13. Meltzer A. Commentary: The Role of Judgment and Discretion in the Conduct of Monetary Policy. *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993.

14. Walsh C. Monetary Theory and Policy. 3rd Ed. MIT Press, 2010.
15. Walsh C. Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract? *Journal of Money, Credit and Banking*. 1995. Vol. 27, No. 4, pt. 1. P. 1179–1191. URL: <https://doi.org/10.2307/2077796>.
16. Walsh C. Optimal Contracts for Central Bankers. *American Economic Review*. 1995. Vol. 85 (1). P. 150–167.
17. Sherwin M. The Origins of New Zealand's Inflation Targeting Regime and Its Evolution over the Past Decade : Speech to the New Zealand Association of Economists Conference, Rotorua, New Zealand. 1999. July 1.
18. Debelle G., Fischer S. How Independent Should a Central Bank Be? *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*. 1994. Vol. 38. P. 195–225.
19. Phelps E. S. Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*. 1968. Vol. 76, No. 4, pt. 2. P. 678–711. URL: <https://doi.org/10.1086/259438>.
20. Svensson L. Optimal Inflation Targets, “Conservative”, Central Banks, and Linear Inflation Contracts. 1997. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1325>.
21. Blinder A., Ehrmann M., Fratzscher M., De Haan J., Jansen D.- J. Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature*. 2008. Vol. 46, No. 4. P. 910–945. URL: <https://doi.org/10.1257/jel.46.4.910>.
22. Crowe C., Meade E. The Evolution of Central Bank Governance around the World. *Journal of Economic Perspectives*. 2007. Vol. 21, No. 4. P. 69–90. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.21.4.69>.
23. Cukierman A. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future. *European Journal of Political Economy*. 2008. Vol. 24, Iss. 4. P. 722–736. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.007>.
24. Dincer N., Eichengreen B. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*. 2014. Vol. 10 (1). P. 189–253. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2579544>.
25. Geraats P. Trends in Monetary Policy Transparency. *International Finance*. 2009. Vol. 12, Iss. 2. P. 235–268. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2009.01239.x>.
26. Walsh C. Monetary Targets and Inflation: 1976–1984. *Economic Review (Federal Reserve Bank of San Francisco)*. 1987. Winter. P. 5–16.
27. Ruge-Murcia F. Do Inflation-Targeting Central Banks Implicitly Target the Price Level? *International Journal of Central Banking*. 2014. Vol. 10 (2). P. 301–326.
28. Walsh C. In Defense of Base Drift. *American Economic Review*. 1986. Vol. 76 (4). P. 692–700.
29. Athey S., Atkeson A., Kehoe P. The Optimal Degree of Discretion in Monetary Policy. *Econometrica*. 2005. Vol. 73, Iss. 5. P. 1431–1475. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0262.2005.00626.x>.
30. Canzoneri M. B. Monetary Policy Games and the Role of Private Information. *American Economic Review*. 1985. Vol. 75 (5). P. 1056–1070.
31. Taylor J. The Rules-Discretion Cycle in Monetary and Fiscal Policy. *Finnish Economic Papers*. 2011. Vol. 24 (2). P. 78–86.
32. Taylor J. The Effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules. *Business Economics*. 2013. Vol. 48 (3). P. 155–162. URL: <https://doi.org/10.1057/be.2013.15>.
33. Woodford M. Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis. *Journal of Economic Perspectives*. 2010. Vol. 24, No. 1. P. 21–44. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.24.4.21>.
34. Levin A., Wieland V., Williams J. Robustness of Simple Monetary Policy Rules under Model Uncertainty. *Monetary Policy Rules* / ed. J. B. Taylor. Chicago : Chicago University Press, 1999. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.148695>.
35. Rudebusch G. Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia. *Journal of Monetary Economics*. 2002. Vol. 49, Iss. 16. P. 1161–1187. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(02\)00149-6](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(02)00149-6).

36. Benhabib J., Schmitt-Grohé S., Uribe M. The Perils of Taylor Rules. *Journal of Economic Theory*. 2001. Vol. 96, Iss. 1–2. P. 40–69. URL: <https://doi.org/10.1006/jeth.1999.2585>.
37. Svensson L. What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules. *Journal of Economic Literature*. 2003. Vol. 41, No. 2. P. 426–477. URL: <https://doi.org/10.1257/41.2.426>.
38. Taylor J., Williams J. Simple and Robust Rules for Monetary Policy. *Handbook of Monetary Economics* / ed. by J. B. Taylor, M. Woodford. Vol. 3. Elsevier, 2010. P. 829–859.
39. Walsh C. Goals and Rules in Central Bank Design. *International Journal of Central Banking*. 2015. September. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2597978>.

References

1. Kydland, F., & Prescott, E. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85 (3), 473–491. DOI: 10.1086/260580.
2. Friedman, M., & Schwartz, A. J. A. (1963). *Monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
3. Taylor, J. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie Rochester conference series on public policy*, 39, 195–214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-L.
4. Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 115 (1) 147–180. DOI: 10.1162/003355300554692.
5. Levin, A., & Williams, J. (2003). Robust Monetary Policy with Competing Reference Models. *Journal of Monetary Economics*, 50 (5), 945–975. DOI: 10.1016/S0304-3932(03)-00059-X.
6. Ilbas, P., Roisland, O., & Sveen, T. (2012). Robustifying Optimal Monetary Policy Using Simple Rules as Cross-Checks. *Research Working Paper*, No. 2012/22. DOI: 10.2139/ssrn.2269236.
7. Tillmann, P. (2012). Cross-Checking Optimal Monetary Policy with Information from the Taylor Rule. *Economics Letters*, 117 (1), 204–207. DOI: 10.1016/j.econlet.2012.05.009.
8. Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37 (4), 1661–1707. DOI: 10.1257/jel.37.4.1661.
9. Walsh, C. (2003). Accountability, Transparency, and Inflation Targeting. *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (5), 829–849. DOI: 10.1353/mcb.2003.0041.
10. Pokorný, T. (2021). *Explaining Czech inflation by a time-varying Taylor rule*. s. l. Faculty of Economics of Prague University of Economics and Business.
11. Mandler, M. (2007). *The Taylor rule and interest rate uncertainty in the US 1955-2006*. Giessen: University of Giessen.
12. Taylor, J. (2012). Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn't: A Tale of Two Eras. *Journal of Money, Credit and Banking*, 44 (6), 1017–1032. DOI: 10.1111/j.1538-4616.2012.00521.x.
13. Meltzer, A. (1993). *Commentary: The Role of Judgment and Discretion in the Conduct of Monetary Policy*. *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City.
14. Walsh, C. (2010). *Monetary Theory and Policy* (3rd Ed.). MIT Press.
15. Walsh, C. (1995). Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract? *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (4), (1), 1179–1191. DOI: 10.2307/2077796.
16. Walsh, C. (1995). Optimal Contracts for Central Bankers. *American Economic Review*, 85 (1), 150–167.
17. Sherwin, M. (1999, July 1). *The Origins of New Zealand's Inflation Targeting Regime and Its Evolution over the Past Decade* (Speech to the New Zealand Association of Economists Conference, Rotorua, New Zealand).

18. Debelles, G., & Fischer, S. (1994). How Independent Should a Central Bank Be? *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 38, 195–225.
19. Phelps, E. S. (1968). Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, 76 (4), (2), 678–711. DOI: 10.1086/259438.
20. Svensson, L. (1997). *Optimal Inflation Targets, “Conservative”, Central Banks, and Linear Inflation Contracts*. DOI: 10.2139/ssrn.1325.
21. Blinder, A., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., & Jansen, D.-J. (2008). Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature*, 46 (4), 910–945. DOI: 10.1257/jel.46.4.910.
22. Crowe, C., & Meade, E. (2007). The Evolution of Central Bank Governance around the World. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4), 69–90. DOI: /10.1257/jep.21.4.69
23. Cukierman, A. (2008). Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future. *European Journal of Political Economy*, 24 (4), 722–736. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2008.07.007.
24. Dincer, N., (2014). Eichengreen B. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*, 10 (1), 189–253. DOI: 10.2139/ssrn.2579544.
25. Geraats, P. (2009). Trends in Monetary Policy Transparency. *International Finance*, 12 (2), 235–268. DOI: 10.1111/j.1468-2362.2009.01239.x.
26. Walsh, C. (1987, Winter). Monetary Targets and Inflation: 1976–1984. *Economic Review (Federal Reserve Bank of San Francisco)*, pp. 5–16.
27. Ruge-Murcia, F. (2014). Do Inflation-Targeting Central Banks Implicitly Target the Price Level? *International Journal of Central Banking*, 10 (2), 301–326.
28. Walsh, C. (1986). In Defense of Base Drift. *American Economic Review*, 76 (4), 692–700.
29. Athey, S., Atkeson, A., & Kehoe, P. (2005). The Optimal Degree of Discretion in Monetary Policy. *Econometrica*, 73 (5), 1431–1475. DOI: 10.1111/j.1468-0262.2005.00626.x.
30. Canzoneri, M. B. (1985). Monetary Policy Games and the Role of Private Information. *American Economic Review*, 75 (5), 1056–1070.
31. Taylor, J. (2011). The Rules-Discretion Cycle in Monetary and Fiscal Policy. *Finnish Economic Papers*, 24 (2), 78–86.
32. Taylor, J. (2013). The Effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules. *Business Economics*, 48 (3), 155–162. DOI: 10.1057/be.2013.15.
33. Woodford, M. (2010). Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis. *Journal of Economic Perspectives*, 24 (1), 21–44. DOI: 10.1257/jep.24.4.21.
34. Levin, A., Wieland, V., & Williams, J. (1999). Robustness of Simple Monetary Policy Rules under Model Uncertainty. In Taylor, J. B. (Ed.). *Monetary Policy Rules*. Chicago: Chicago University Press. DOI: 10.2139/ssrn.148695.
35. Rudebusch, G. (2002). Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia. *Journal of Monetary Economics*, 49 (16), 1161–1187. DOI: 10.1016/S0304-3932(02)00149-6.
36. Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2001). The Perils of Taylor Rules. *Journal of Economic Theory*, 96 (1–2), 40–69. DOI: 10.1006/jeth.1999.2585.
37. Svensson, L. (2003). What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules. *Journal of Economic Literature*, 41 (2), 426–477. DOI: 10.1257/41.2.426.
38. Taylor, J., & Williams, J. (2010). Simple and Robust Rules for Monetary Policy. In Taylor, J. B., & Woodford, M. (Eds.). *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, pp. 829–859. Elsevier.
39. Walsh, C. (2015, September). Goals and Rules in Central Bank Design. *International Journal of Central Banking*. DOI: 10.2139/ssrn.2597978.